

Quanto vale uma ação/empresa?

Investimento
em valor



HUGO ROQUE

Diretor da Gestão de Ativos
Casa de Investimentos - Gestão de
Patrimónios, S.A.
www.casadeinvestimentos.pt

Se investir fosse tão simples como comprar excelentes negócios, ganhar dinheiro nos mercados de capitais seria muito mais fácil. Se fosse tão simples como comprar uma ação porque está a subir muito, mais fácil ainda. Mas a realidade é que o preço que se paga por uma ação é essencial para a determinação dos futuros retornos do investimento. A questão que os investidores devem colocar é: “Quanto vale a empresa toda?”

Para sabermos quanto vale a empresa, recorreremos a diversos métodos de análise de todos os fundamentais económicos do seu negócio. Dividimos em três categorias de avaliação absoluta: a Avaliação dos Ativos, a Avaliação dos Resultados e a Avaliação do Potencial de Crescimento Sustentado.

O método de avaliação deve adequar-se, consoante os elementos de valor da empresa:

1) Avaliação dos Ativos: aplica-se a empresas com muitos ativos, rentabilidades do capital baixas, que estão presentes em sectores muito concorrenciais, de capital intensivo e a cotarem próximo do seu valor contabilístico. O seu valor advém dos ativos que possui, pelo que a análise deve recair inteiramente sobre o balanço da empresa e na aferição do valor real desses elementos. Ativos correntes como dinheiro, depósitos ou mercadorias, são normalmente considerados na avaliação a 100% (ou muito próximo) do seu valor inscrito no balanço. Ativos não correntes como máquinas, edifícios ou terrenos e também ativos intangíveis como o goodwill (conjunto de elementos não físicos adquiridos) devem receber maior escrutínio no sentido de se determinar o seu valor atual.

Somando todos os ativos da empresa e subtraindo as suas dívidas, obtemos o valor dos capitais próprios. Este valor deve comparar-se com a capitalização de mercado da empresa (o número total de ações emitidas multiplicado pelo preço a que estão a cotar) para se determinar se existe margem de segurança para o investimento. Como exemplos de negócios que se podem enquadrar neste grupo temos as empresas do ramo imobiliário, empresas industriais, e os bancos.

2) Avaliação de Resultados: aplica-se a empresas com capacidade de geração de resultados ao longo do ciclo económico, com taxas de rentabilidade razoáveis, inseridas em indústrias competitivas e sem grandes perspectivas de crescimento embora rentáveis. Nestas situações, muito provavelmente a ação cotará acima do seu valor contabilístico refletindo exatamente essa capacidade de geração de resultados, que se traduzirá em valor para os acionistas. Como estas empresas não têm perspectivas de crescimento, a sua avaliação pressupõe que os seus resultados se manterão constantes indefinidamente. Deste modo, o cálculo do valor resulta da divisão dos resultados considerados normais para a empresa por uma taxa de desconto razoável para o negócio. Negócios de margens de lucro reduzidas e enquadrados em sectores regulados, como o sector da energia ou telecomunicações, podem avaliar-se recorrendo a este método.

3) Avaliação do Potencial de Crescimento Sustentado: aplica-se a empresas com boas taxas de rentabilidade dos seus capitais investidos, que são consistentemente superiores ao custo médio ponderado dos capitais e que tenham boas perspectivas de crescimento futuro de resultados. O método natural para avaliação deste género de empresas é o conhecido modelo dos cash flows (fluxos de caixa) descontados: partindo da previsão dos cash flows futuros do negócio e assumindo

determinadas taxas de crescimento e outros pressupostos de eficiência operacional, descontam-se esses valores para o momento atual utilizando uma taxa de desconto conservadora para o negócio. Este modelo é mais sujeito à sensibilidade das estimativas, pelo que é importante salientar que deve apenas ser aplicado na análise de empresas que evidenciem grande previsibilidade de geração de resultados. Normalmente, aplica-se a negócios que tenham vantagens competitivas duradouras e que nos permitem projetar rendimentos futuros com elevado grau de certeza.

Como exemplos de sectores onde será mais fácil encontrar-se negócios com vantagens competitivas duráveis temos o sector de bens de consumo não duráveis, de cuidados de saúde ou de software.

Métodos Comparativos - Avaliação Relativa

Independentemente do sector em que a empresa opera, podem ainda usar-se métodos comparativos de avaliação. O valor da empresa é calculado usando um múltiplo que pode ser uma média do setor em que a empresa se insere ou uma média histórica da empresa.

Price Earnings Ratio (PER) - Um dos múltiplos mais utilizados é o rácio Preço/Lucros (PER), que se obtém dividindo a cotação da ação pelo resultado líquido por ação do último ano. Este rácio evidencia a relação do preço da ação com os lucros que a empresa gera. A título de exemplo, um rácio de 15, admitindo que os resultados da empresa serão constantes, significa que para recuperarmos o investimento feito na ação, precisamos de 15 anos. Deste modo, podemos também concluir que a rentabilidade anual do investimento (lucro anual por ação a dividir pela cotação) seria de 1/15 ou 6,67% ao ano. Quanto mais baixo este rácio, mantendo tudo o resto constante, mais barata se encontrará a ação.

Price to Book Ratio (PB) - outro rácio de análise bastante utilizado é o Preço/Valor Contabilístico (PB), ou seja, a cotação da ação a dividir pelo valor contabilístico da empresa por ação. O valor contabilístico de uma empresa traduz o valor dos seus capitais próprios, ou seja, a soma de todos os seus ativos subtraindo a totalidade das dívidas.

No entanto, estes são métodos muito simplistas que, procurando chegar a um valor por comparação, estão sujeitos a erros, nomeadamente da amostra comparativa. Se um sector em determinado momento se encontra sobreavaliado, a avaliação usando os métodos comparativos resultará num valor também elevado. Da mesma forma, o múltiplo histórico de uma empresa pode não ser o melhor guia de valor futuro, pois as condições de mercado, do setor ou da própria empresa podem ser diferentes.

Margem de Segurança

“Todo o investidor, tendo presente o objetivo da preservação do capital, deve procurar em todos os seus investimentos, uma diferença razoável entre o valor que atribui ao negócio e o preço a que o pode adquirir, de forma a proteger-se caso ocorra algum acontecimento desfavorável e a potenciar o seu investimento caso a sua análise se confirme”.

Benjamin Graham

Para além do desconto necessário entre o preço e o valor para se fazer um investimento, no processo de análise e avaliação, pode-se e deve-se procurar outras fontes de segurança nos investimentos que permitam reforçar a robustez da margem de segurança. Deste modo, é importante:

1) Selecionar negócios com balanços saudáveis e com potencial de criação de valor. Empresas com um **rácio de dívida baixo** em relação aos capitais próprios estão mais protegidas contra imprevistos do negócio: recessões, litígios custosos ou desvalorizações de ativos, podem colocar uma empresa aparentemente equilibrada, numa situação de grave dificuldade de liquidez.

A **qualidade dos ativos** do balanço de uma empresa

Para além do desconto necessário entre o preço e o valor para se fazer um investimento, no processo de análise e avaliação, pode-se e deve-se procurar outras fontes de segurança nos investimentos que permitam reforçar a robustez da margem de segurança

pode ser outra fonte de segurança do investimento. Ativos valiosos como imóveis ou terrenos bem localizados, ativos líquidos como dinheiro ou depósitos, ativos maioritariamente tangíveis e facilmente valoráveis, contribuem para termos maior certeza na qualidade do balanço da empresa.

2) A seleção de **negócios em áreas dentro das nossas competências de análise** permite elevar o grau de confiança da avaliação da empresa. Estruturas de negócio simples, bem definidas, com mercados e produtos claramente estabelecidos, margens consistentes e perspectivas de crescimento perceptíveis facilitam e ajudam a análise. Empresas especulativas, sem ativos valiosos, com modelos de negócio complexos ou que não demonstrem ter capacidade de geração sustentada de resultados e estejam muito expostas à concorrência de mercado, devem ser colocadas de parte.

3) Procurar oportunidades de investimento em períodos de dificuldades conjunturais: uma recessão, um problema de um determinado sector de atividade ou uma dificuldade pontual de uma empresa, alteração à regulação, podem criar o clima ideal para investimentos lucrativos se nos focarmos no valor desses negócios a prazo e tendo em conta condições normais de atividade.

4) Em períodos de dificuldade, os lucros das empresas caem, as margens comprimem-se e as dívidas acumulam-se. Os rácios financeiros deterioram-se e a incerteza acerca da evolução futura do negócio intensifica-se. No entanto, assistimos muitas vezes que as conseqüentes correções nas cotações vão muito para lá do razoável com o mercado a reagir exageradamente às más notícias. É nestas circunstâncias, contudo, que o investidor conseguirá uma maior margem de segurança para o seu investimento, suportada na expectativa de uma futura melhoria do clima económico, da estabilização das condições do sector ou da resolução dos problemas específicos da empresa. Estes cenários devem ser cuidadosamente analisados, bem como a capacidade operacional e financeira da empresa em superar estas dificuldades.

Utilizar estimativas conservadoras na determinação do valor intrínseco: aquando da estimativa do valor de um negócio são necessárias considerações relativamente à evolução futura da empresa: Qual será o crescimento dos lucros da empresa nos próximos anos? A empresa manterá a sua posição competitiva? Conseguirá manter as suas margens de lucro? Necessitará de avultados investimentos para manter ou expandir o negócio? Que taxa de desconto (taxa de retorno do negócio exigida pelo acionista) que devemos utilizar para atualizar os cash flows previstos?

Todas estas questões necessitam de ser respondidas, mas o investimento fica mais protegido se forem respondidas de forma mais conservadora. Provavelmente o valor calculado para o negócio será menor nestas circunstâncias mas, por outro lado, permite maior certeza e conforto.

Todos estes fatores contribuem para a definição de uma margem de segurança forte, que será a base sustentável para uma política bem sucedida de investimentos com valor.